



**Максим Калинин**  
генеральный директор  
ОАО «Регистратор НИКойл»



**Алексей Жинкин**  
заместитель генерального директора  
ОАО «Регистратор НИКойл»

## ПЕРЕЧИТЫВАЯ КЛАССИКУ О ПОЛЬЗЕ ЧТЕНИЯ ПЕРВОИСТОЧНИКОВ

Очень немногие люди в девятнадцатом веке предвидели, что наступит двадцатый век.

*Станислав Ежи Лец*

Основной целью создания Центрального депозитария ценных бумаг (ЦД) являются обездвиживание или дематериализация ценных бумаг и дальнейшее обслуживание сделок с ценными бумагами в форме системы безналичных счетов.

*Из доклада Группы 30-ти*

В принципе в обсуждении вопроса о необходимости скорейшего учреждения ЦД в России после данного эпитафия можно было бы поставить точку. Но на российском фондовом рынке парадоксально сосуществуют консенсус по вопросу о необходимости Центрального депозитария и яростные споры: «А, собственно, зачем?». И уж совсем жесткое противостояние наблюдается по вопросу: «Как его будем создавать?». А ведь участники дискуссии еще (по крайней мере, публично) не затронули тему «Как будем делить деньги?».

Авторы всегда подозрительно относились к утверждениям, которые начинаются со слов «общеизвестно, что...».

Как правило, человек, прибегающий к подобной аргументации, испытывает дефицит весомых доводов. Поэтому, постоянно слыша о том, что «общеизвестно, что в соответствии с решениями XXIV съезда КПСС ...». Ой, не в тот файл залезли...

Поэтому, постоянно слыша о том, что «общеизвестно, что в соответствии с рекомендациями Группы 30-ти (далее — Рекомендации) в каждой стране должен быть Центральный депозитарий», мы решили самостоятельно разобраться, что же все-таки хотела группа этих уважаемых людей.

«Какое-то время назад (в одной далекой... далекой... галактике)...» Опять не тот файл...

**Услышав «Да здравствует прогресс!», всегда спрашивай: «Прогресс чего?»**  
**Станислав Ежи Лец**

Рынок ценных бумаг и в Европе, и в Америке исторически сложился как документарный. При возрастании объема торговли в 1970–1980-х гг. (как теперь модно говорить, «прошлого века») проблема переоформления сертификатов на покупателя стала тормозить возможности торговых систем и потребности рынка. Еще в 1997 г. в США представители *DTC* серьезно утверждали, что одной из причин возникновения Уолл-стрит в ее нынешнем виде было желание, как бы мы сегодня сказали, «сократить время транзакций»: не тратить

лишнее время на доставку сертификатов от одного брокера к другому и к регистратору для оформления. Все они располагались поблизости (кстати, *Bank Of New York* стал одним из крупнейших регистраторов США, поскольку находился близко к *NYSE*). Кроме того, таким образом снижался риск хищения ценных бумаг, ведь порой на курьезов нападали бандиты и отбирали акции. Но при всем этом основной темой Рекомендаций стали совершенно другие аспекты, и основные темы — это системы клиринга и расчета, их эффективность и совместимость с системами разных стран.

К числу главных рисков, связанных с недостатками в системах клиринга и расчета, этот документ относит «отсутствие на многих рынках системы безналичных счетов для исполнения сделок по ценным бумагам». Для решения этой проблемы предлагается создать Центральный депозитарий, главной целью которого должно стать «обездвиживание или дематериализация» ценных бумаг. То есть ЦД — это способ борьбы с сертификатами. И все... При этом важно обратить внимание на логику Рекомендаций: констатируют проблему (наличие «сертифицированных» ценных бумаг, затрудняющих биржевую торговлю), предлагают ее решить («дематериализация») и дают инструмент (Центральный депозитарий). Есть возражения? Нет возражений!

Если посмотреть на отечественный рынок, то исходной проблемы не существует. Практически ее не было до 28 декабря 2002 г., а после этой даты она исчезла в принципе (Федеральный закон от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и о внесении дополнений в Федеральный закон “О некоммерческих организациях”»).

Не надо быть особо пытливым читателем, чтобы понять, что основная проблема всего организованного рынка заключалась в документарных ценных бумагах. Решение вопроса их «дематериализации» — небольшой фрагмент того «фантастического геморроя», который на протяжении десятков лет имели финансовые институты США и Европы и который вылечен далеко не везде и не полностью. В России изначально нет предпосылок к этой болезни — физиология другая. Из-за этого у нас своих недугов предостаточно, но от указанного выше мы полностью избавлены, как змея — от риска сломать ногу.

В нашей ситуации вся учетная система вместе с соответствующими законодательными актами является тем самым Центральным депозитарием, который Группа 30-ти хотела видеть в каждой стране.

Почему же дискуссия о необходимости поворота северных рек... Ой... Эче

раз... Почему же дискуссия о необходимости Центрального депозитария много лет не затихает в нашей стране?

Наверное, потому что далеко не все меры, предлагаемые Группой 30-ти, и следующие рекомендации международных экспертов были приняты при организации рынка и не все сервисы, привычные для нормальных инвесторов, на российском рынке обеспечены. Как было установлено выше, централизация учета — наиболее простой и дешевый способ «дематериализации» ценных бумаг.

Согласно Рекомендациям «в идеале центральные депозитарии должны охватывать все выпуски ценных бумаг, имеющие обращение на рынках... ЦД должен обслуживать все типы ценных бумаг на данном рынке или в стране, включая иностранные выпуски».

К вопросу о множественности обитаемых миров... т. е. о единственности номинального держания.

Стандартная логическая ошибка. ЦД — сервисная структура, которая должна обслуживать все выпуски. Тем не менее из этого не следует, что все выпуски должны обслуживаться в ЦД. Это обязательство не для выпусков ценных бумаг, а для ЦД. Если для выпуска необходимо обслуживаться в ЦД, ЦД обязан принять его на обслуживание. Если для выпуска нет необходимости обслуживаться в ЦД, ЦД не может его заставить это сделать.

«Основной функцией депозитария является обеспечение обработки сделок по ценным бумагам с помощью системы безналичных счетов» (см. Рекомендации). Отечественных адептов Центрального депозитария гипнотизирует первая часть этой фразы. Думается, что авторы Рекомендаций основной сакральный смысл вкладывали именно во вторую ее часть. Действительно, «обеспечение обработки сделок по ценным бумагам» худо-бедно было налажено при документарной форме их выпуска, а вот «система безналичных счетов» — это революционно. Только этим инфраструктура фондового рынка в нашей стране, собственно говоря, уже давно и успешно занимается.

**— Говорят у вас в России нет Центрального депозитария...**

**— Как нет? Да у нас их штук пять.**

**Из разговора крупного иностранного инвестора и российского профучастника.**

«Каждая страна должна иметь только один ЦД» (см. Рекомендации).

Адепты абсолютной централизации в этом месте Рекомендаций почему-то перестают читать, считая, что они получили руководство к действию. Тем не менее про-

должение следует: «*Может существовать и более одного ЦД, но только при наличии связи между ними. При такой структуре депозитарии могут быть или специализированными, или региональными*». Авторам это что-то сильно напоминает...

**НДЦ+ДНК+РДК+ДРС+...= Дружба?**

**Надпись на заборе**

Вот только налицо проблемы со связями. Хотя существует прообраз нормальной связи — «мост» НДЦ—ДНК, по которому происходит взаимодействие с двумя торговыми площадками и двумя депозитариями одновременно.

Для того чтобы решить, нужен ли России Центральный депозитарий, возможно, следует выбрать указанный Группой 30-ти путь: определить реальные проблемы рынка и найти методы их решения. У них была проблема — документарные ценные бумаги. Решение — Центральный депозитарий.

Какие же проблемы существуют на российском рынке?

**ИРО уходят на Запад.** Это проблема экономики в целом. Нормальный бизнесмен занимает деньги там, где их дешевле дают. Инфраструктура здесь ни при чем.

**Рейдерство.** Если оно осуществляется с нарушением закона, силовыми методами, с помощью махинаций, то это вопрос не инфраструктуры, а правоохранительных органов. Если предприятие переходит от неэффективного собственника к действенному владельцу законным способом, то для этого и нужен фондовый рынок.

**Риски.** В России в споре приводят два «сильных» аргумента, когда сказать больше нечего: «риски» и «конфликт интересов». Формулировки настолько общие, что разумные доводы против них придумать невозможно. При этом не указывается, какие именно риски и чьи, конфликт каких интересов с какими. Риск незаконного списания ценных бумаг существовал всегда, и вылечить его ЦД не может. Остается разобраться только в причинах незаконного списания. В принципе их может быть три.

Первая: ошибка института учетной системы. Там, где работают люди, всегда есть место ошибке. Лечится стандартным страхованием и нормальной технологией.

Вторая: списание ценных бумаг силами сотрудника(ов) института учетной системы без поручения владельца. Лечение: для владельца и института — страхованием и системой контроля, для сотрудников — уголовным делом.

Третья: списание силами третьего лица, не являющегося владельцем счета, с помощью предоставления учетному институту подложных документов. Частично ле-

чится страхованием, потому что суммы могут превышать страховой лимит. Но в этом случае складывается интересная ситуация, совершенно не понятная авторам. Налицо мошенничество и хищение, при этом иск предъявляется к учетному институту. Чтобы найти мошенника, необходимо провести большое, компетентное расследование. Но подобное пока не наблюдалось. Учетный институт искать не надо — вот он, вместе с лицензией, никуда не денется — пусть платит. Пока это не лечится. Причина за пределами фондового рынка. Ни одна из трех болезней с помощью ЦД не лечится. Он сам может ей заразиться.

Что остается? Наша главная беда — раздробленность учетной системы. Для того чтобы работать со многими учетными институтами, необходимо поддерживать различные юридические и технологические системы, потому что нет единого входа на рынок. Можно, конечно, эту проблему решить созданием ЦД. Проще она снимается с помощью единой системы стандартов взаимодействия участников и соглашения организаторов существующих систем.

Далее начинаются проблемы со стандартами взаимодействия, и надо искать хорошее решение. Не важно, каким образом поручения обрабатываются внутри каждого составляющего учетную систему звена. Важно, как они попадают в место

обработки, что получается в результате, какие гарантии исполнения и скорости предоставляются, какова ответственность каждого участника учетной системы. С развитием коммуникаций проблема получения ресурса, тем более нематериального, превратилась в проблему доступа к этому ресурсу. Когда создавались центральные депозитарии, и даже во время написания Рекомендаций, проблема централизации рассматривалась как физическая: сертификаты необходимо собрать в одно место и перевести в записи на счета. Оно и понятно, в конце концов, это было требование законодательства. Зачем же мы пытаемся сделать шаг назад и создать централизованное хранилище, если операция дематериализации в России уже проведена изначально?

Следует продвигаться вперед: выстраивать единую систему доступа к ресурсам (хранимым бумагам) на основе единых стандартов взаимодействия. Таким образом, мы создадим единую точку входа в учетную систему, независимо от того, каким образом ресурсы хранятся. Тем более что суммарные активы распределенной системы будут гарантированно больше, чем активы пусть суперкапитализированного, но одного центрального органа.

В этом плане сеть Интернет является идеальным примером. Вы не интересуетесь и даже не знаете, где находятся активы (информация), которую вы хотите получить. Вы обращаетесь к ближайшему провайдеру услуги доступа и получаете доступ ко всей системе. Интересно, как отреагирует интернет-сообщество, если под лозунгом защиты прав потребителей интернет-контента, в целях предотвращения киберсквоттерства, ускорения трафика, будет предложено создать Центральный веб-узел, на котором все остальные смогут размещать свои ресурсы.

Конечно, в случае с фондовым рынком кто-то должен нести ответственность за гарантированную доставку информации, получение ответа, проведение операции, страхование системы и т. д. Речь идет о финансовой информации, и полная децентрализация доступа на данном этапе развития не может обеспечить достаточных гарантий для инвесторов и работы системы в целом. Но физическая централизация активов тут совершенно ни при чем.

Конечно, в случае с фондовым рынком кто-то должен нести ответственность за гарантированную доставку информации, получение ответа, проведение операции, страхование системы и т. д. Речь идет о финансовой информации, и полная децентрализация доступа на данном этапе развития не может обеспечить достаточных гарантий для инвесторов и работы системы в целом. Но физическая централизация активов тут совершенно ни при чем.

**Ошибка становится ошибкой, когда рождается как истина.**

**Станислав Ежи Лец**

Единого мнения о функциях и обязанностях ЦД не существует. Может быть, поэтому среди российских профучастников так долго продолжаются дискуссии о функ-

Совет Федерации Федерального Собрания РФ и журнал «Рынок ценных бумаг» представляют программу проведения инвестиционных конференций по теме

[www.rcb.ru](http://www.rcb.ru)

## «Финансовые инструменты для развития предприятий»

в федеральных округах России в 2006 году

<b>ИРКУТСК</b>	22–23 июня	Восточно-Сибирский инвестиционный форум
<b>ПЕТРОЗАВОДСК</b>	4–5 июля	Инвестиционный форум Северо-Западного федерального округа
<b>РОСТОВ-НА-ДОНУ</b>	сентябрь	II Южно-Российский инвестиционный форум
<b>КАЛИНИНГРАД</b>	сентябрь	Инвестиционный форум Северо-Западного федерального округа
<b>ЕКАТЕРИНБУРГ</b>	октябрь	Конференция: «Развитие системы коллективных инвестиций в регионах Уральского федерального округа: возможности для предприятий и институциональных инвесторов»
<b>ВЛАДИВОСТОК</b>	10–11 октября	Тихоокеанский экономический конгресс

циях Центрального депозитария без видимого прогресса в деле его создания. В том, что надо создавать некую центральную структуру для обеспечения функционирования рынка ценных бумаг, сомнений нет. Вопрос состоит в том, что должна делать подобная структура: обеспечивать еще один слой учета или организовывать работу рынка? В этой связи добавим еще одну небольшую ремарку о единственности номинального держания.

*«Оказание членам услуги по исполнению обязанностей номинального держателя принимаемых в ЦД регистрируемых ценных бумаг» (см. Рекомендации).*

Если вчитаться в эту фразу, то исполнение обязанностей номинального держания расценивается как услуга, которой можно пользоваться, а можно не прибегать к ней. К тому же она предусмотрена только для членов Центрального депозитария. Нам кажется, что это ответ на ведущую по данному вопросу дискуссию. (Из другого файла раздается голос Маклауда: «Должен остаться только один!» — и слышится свист меча.)

#### **Предпочитаю надпись «Вход воспрещен» надписи «Выхода нет».**

**Станислав Ежи Лец**

Что сегодня необходимо для движения вперед? Требуется создание единого языка и общей терминологии для взаимодействия на рынке. Попытка создания единого языка продолжалась несколько лет и воплотилась, например, в Стандартах электронного взаимодействия ПАРТАДа. Конечно, этот язык еще далек от идеала, но наметилось движение в сторону совершенствования.

А вот вопрос единой терминологии с места пока не сдвинут. И это надлежит стать одной из главных задач центрального органа — нумерующее агентство. При этом должна быть составлена и одобрена всеми участниками рынка единая номенклатура всех объектов, участвующих в работе рынка: эмитентов, ценных бумаг, профессиональных участников, типов поручений, нумерации счетов инвесторов, самих инвесторов. Только после этого можно свидетельствовать о наличии единой электронной системы доступа к системе учета и хранения ценных бумаг.

Другая функция центральной структуры — организация доступа к учетной системе. В силу указанных выше причин организатор должен быть один, хотя можно сделать правку в духе Рекомендаций, согласно которой их может быть несколько, но между ними должна существовать связь. В нашем понимании «связь» — это возможность послать поручение по той системе электронного доку-

ментооборота, к которой участник подключен, и не думать о том, в какой системе работает адресат.

Для этого необходима, во-первых, перекрестная кросссертификация ключей электронно-цифровой подписи, во-вторых, система взаимодействия различных систем ЭДО (язык и терминология предполагаются уже внедренными и едиными).

В принципе ничего невозможного нет. Надо просто договариваться. Только, наверное, это и есть самое сложное.

Гарантии правильного и своевременного исполнения запущенного в данную систему поручения должна предоставить сама система. Поэтому требуется страхование и создание гарантийного фонда. Необходимо закрытая система участников, предусматривающая отстранение недобросовестных игроков и привлечение к ответственности автора неправомерного поручения.

Открытая система (для любого лица, получившего сертифицированную подпись в одном из центров) возможна только при заключении договоров с сертифицирующими центрами, устанавливающими их ответственность за удостоверение личности обладателя ЭЦП.

Таким образом, ЭДО — это скорее не тотальная система пересылки документов от участника к участнику, а общерыночная система гарантии, как для инвесторов, так и для учетной системы. За недобросовестного участника должен отвечать не учетный институт, исполнивший данное поручение, а система. Вот для этого и нужен центральный орган фондового рынка: для поддержки, описанной выше системы, для привлечения к ответственности недобросовестных участников.

При создании Центрального депозитария главное — решить, что мы делаем: создаем что-то «нужное» или что-то «центральное». Если «центральное», то, конечно, нужен специальный закон. Если «нужное», то нынешняя система законов позволяет это сделать и без дополнительных усилий. Что нам нужнее: «организация» или «функция»? Конечно, если мы относимся к Центральному депозитарию как к чему-то, без чего нельзя появиться в приличном обществе, то совсем не важно, чем он будет заниматься, пусть хоть хлеб печет, хоть мусор убирает. Зато на вопрос: «А есть ли у вас ЦД?» — мы в едином порыве скажем: «Да!» И, гарантирую, мало кто будет задавать уточняющие вопросы. Но если в соответствии с духом Рекомендаций Группы 30-ти мы собираемся все-таки лечить недуги нашего рынка, а не декорировать язвы кокетливыми бантиками, анализ должен основываться совсем на других принципах.

Если описанная выше функция будет реализована какими-либо организация-

ми, остальные вопросы будут решаться гораздо легче. Например, можно существенно упростить процедуру сбора реестра к собранию. Достаточно обратиться ко всем учетным институтам, имеющим бенефициаров определенного эмитента, и попросить дать их список напрямую регистратору (эмитенту). При единой системе кодификаторов сбор реестра не превратится как сейчас в долговременный административный процесс, а будет зависеть только от компьютерных мощностей.

Поставка ценных бумаг? Как представляется, вопрос поставки из любого учетного института можно решить очень просто. Все бумаги уже дематериализованы, поэтому вопрос поставки эквивалентен вопросу пересылки последовательности нулей и единиц (при созданной системе коллективной ответственности за переданную и хранимую информацию). А для этого надо решать вопрос не с системой хранения, а с системой распределения и страхования рисков, потому что на данный момент никакой принципиальной разницы между хранением в ЦД и любым другим депозитарии (регистраторе) нет.

#### **Вместо послесловия...**

В общем-то мы понимаем, что наши аргументы будут, скорее всего, гласом вопиющего в пустыне. Слишком много уже было сказано и обещано. На этот случай у нас есть суперлояльное и сверхрадикальное предложение. Первая глава закона о Центральной депозитарии должна в обязательном порядке установить для всех ценных бумаг в РФ документарную форму учета. В этом случае все озвученные нами нестыковки будут сняты сами собой. Вот тогда ЦД потребуются как воздух, и не будет необходимости лепетать что-то невнятное про борьбу с корпоративными захватами. Конечно, это будет походить на попятное движение, но взор-то наш орлиный будет устремлен в светлое будущее. Опять же Центральный депозитарий создадут — и в этом случае можно быть уверенными — в рекордно короткие сроки. Он ведь будет действительно жизненно необходим, без него в этом случае действительно все замрет, обращение ценных бумаг действительно будет крайне затруднено. И вот тогда-то нынешние проблемы покажутся нам детским лепетом. Может не надо, а? ■

*Авторы заранее просят прощения, если задела чьи-либо интересы. Все совпадения названий компаний, имен и т. д. являются случайными.*

*Мы надеемся, что после прочтения этого текста ни один учетный институт не пострадает.*